

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ - UFPR
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO DE NEGÓCIOS

INDICADORES FINANCEIROS DA DEMONSTRAÇÃO DE FLUXOS DE CAIXA:
ESTUDO DA EMPRESA FIBRIA CELULOSE S.A.

Pedro Henrique Vilhena de Andrade Fonseca da Silva

CURITIBA/PR

2012

Pedro Henrique Vilhena de Andrade Fonseca da Silva

INDICADORES FINANCEIROS DA DEMONSTRAÇÃO DE FLUXOS DE CAIXA:
ESTUDO DA EMPRESA FIBRIA CELULOSE S.A.

Monografia apresentada como requisito
parcial à obtenção do grau de Especialista,
Programa de Pós Graduação em Gestão de
Negócios, do Setor de Ciências Sociais
Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Romualdo Douglas
Colauto

CURITIBA/PR

2012

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO
PARECER FINAL

NOME DO (A) ALUNO (A): PEDRO HENRIQUE V. DE ANDRADE F. DA SILVA

TÍTULO DO TRABALHO: INDICADORES FINANCEIROS DA DEMONSTRAÇÃO DE FLUXOS DE CAIXA: ESTUDO DA EMPRESA FIBRIA CELULOSE S.A.

NOME DO PROFESSOR ORIENTADOR: ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO

PARECER DO PROFESSOR ORIENTADOR:

*Trabalho adequado aos
padrões de monografia. Utilização de
indicadores e comentários. Resultado
sem ressalvas.*

NOTA: 9.0 (*nota*)

) ASSINATURA: 

Prof. Romualdo Douglas Colauto
Departamento de Contabilidade
Mat. 202087 - 15162532

NOME DO PROFESSOR DESIGNADO:

NOTA: 7.0 (*nota*)

) ASSINATURA: 

Prof. Dr. Vicente Pacheco
Departamento de Contabilidade
Matriculas: 190550-0342783

CONCEITO FINAL: 8.0 (*nota*)

COORDENADOR DO CURSO: LUIZ CARLOS DE SOUZA

ASSINATURA: _____

DATA: ____/____/____

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por proporcionar-me a inspiração e a saúde, por esta, e por todas as oportunidades de desenvolvimento que recebo nesta existência.

Agradeço à minha família, meus pais: Rita de Cássia Melo Vilhena de Andrade Fonseca da Silva e Ives Fonseca da Silva Neto e meus irmãos: André Vilhena de Andrade Fonseca da Silva e Lucas Vilhena de Andrade Fonseca da Silva.

Agradeço à minha querida Ana Paula Meger de Mello, pelo amor, pela compreensão neste tempo em que estamos distantes. Pelo apoio e dedicação a todo momento, em todos os campos da minha vida.

Agradeço ao professor Romualdo Douglas Colauto que, na condição de professor do curso de especialização, ministrou excelentes aulas, transmitindo grande conhecimento e agradáveis dias de sábado. Na condição de orientador desta monografia, dedicou-se de forma atenciosa apresentando-me caminhos na pesquisa contábil e contribuindo decisivamente para o meu crescimento intelectual.

RESUMO

Para avaliar o desempenho de uma empresa, devem ser analisados seus resultados e evoluções financeiras ao longo de sua história, além de seus resultados presentes. Para se fazer isso, pode-se analisar o balanço patrimonial e o Demonstrativo de Resultados do Exercício. A simples análise destes documentos, nem sempre transmite noções claras de desempenho, tanto para avaliações e decisões gerenciais, quanto, ou principalmente, para investidores, que, não necessariamente conhecem detalhadamente contabilidade e finanças. Para expandir e facilitar o acesso a decisões de investimento, são recomendadas as análises de indicadores financeiros. Neste caso, optou-se aqui por focar nos indicadores de desempenho financeiro decorrentes da Demonstração dos Fluxos de Caixa e sugeridos por Braga e Marques (2001), os quais se baseiam principalmente no fluxo de caixa operacional. Este trabalho avalia o desempenho da empresa Fibria Celulose S.A. desde 2008, ano em que foi fortemente abalada pela crise financeira de abrangência mundial, até o ano de 2012, foi possível verificar o comportamento evolutório de indicadores, representando a recuperação da saúde financeira do grupo, possivelmente impulsionado pela elevada demanda mundial pelo produto, além das grandes oportunidades de reduções nos custos de produção proporcionadas pelas sinergias e elevada capacidade produtiva disponíveis após a fusão formadora da empresa, ocorrida no ano de 2009, entre Votorantim Celulose e Papel e Aracruz Celulose.

Palavras-chave: Indicadores financeiros, papel e celulose, demonstração do fluxo de caixa,

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: INDICADORES DE DESEMPENHO DA DFC. 14

TABELA 2: HISTÓRICO FIBRIA..... **ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.**

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: COBERTURA DE JUROS COM CAIXA.....	23
GRÁFICO 2: COBERTURA DE DÍVIDAS COM CAIXA	23
GRÁFICO 3: COBERTURA DE DIVIDENDOS COM CAIXA.....	24
GRÁFICO 4: QUALIDADE DAS VENDAS	25
GRÁFICO 5: QUALIDADE DO RESULTADO	25
GRÁFICO 6: AQUISIÇÕES DE CAPITAL.....	26
GRÁFICO 7: INVESTIMENTO / FINANCIAMENTO.....	26
GRÁFICO 8: FLUXO DE CAIXA POR AÇÃO.....	27
GRÁFICO 9: RETORNO DE CAIXA SOBRE OS ATIVOS.....	28
GRÁFICO 10: RETORNO SOBRE O PASSIVO ELP E PL.....	28
GRÁFICO 11: RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO (PL)	28

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AGE - Assembléia Geral Extraordinária

BHKP - Bleached Hardwood Kraft pulp

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DFC – Demonstração do Fluxo de Caixa

DOAR – Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos

Ebitda – Lucro Antes de Juros, Impostos e Amortizações

ELP – Exigível a Longo Prazo

FASB- Financial Accounting Standards Board

FCO – Fluxo de Caixa Operacional

FIPECAFI - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras

IBRACON - Instituto dos Auditores Independentes do Brasil

IFRS - International Financial Reporting Standards

NPC - Norma e Procedimento de Contabilidade

NYSE – New York Stock Exchange

ONU – Organização das Nações Unidas

PIX/FOEX – Índice Internacional de Preços de Celulose

PL – Patrimônio Líquido

VCP – Votorantim Celulose e Papel

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	3
RESUMO	4
LISTA DE TABELAS.....	5
LISTA DE GRÁFICOS.....	6
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	7
1 INTRODUÇÃO	10
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA.....	10
1.2 OBJETIVOS	10
1.2.1 Objetivo geral	10
1.2.2 Objetivos específicos	10
1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO	10
1.4 ORGANIZAÇÃO DO CONTEÚDO.....	11
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	12
2.1 CONCEITUAÇÃO DA DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA.....	12
2.2 MEDIDAS DE DESEMPENHO OBTIDAS DA DEMONSTRAÇÃO DE FLUXOS DE CAIXA	14
2.2.1 Quocientes de Cobertura de Caixa	15
2.2.2 Quocientes de Qualidade do Resultado	15
2.2.3 Quocientes de Dispendios de Capital.....	16
2.2.4 Retornos do Fluxo de Caixa	17
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	18
3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA	18
3.2 TÉCNICAS DE COLETAS DE DADOS E EVIDÊNCIAS.....	19
4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	20
4.1 CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA ESTUDA	20
4.2 APLICAÇÃO DOS ÍNDICES	22

4.2.1	Análise de Cobertura de Caixa.....	23
4.2.2	Análise de Qualidade de Resultado	24
4.2.3	Análise de Dispendios de Capital	25
4.2.4	Análise de Retornos de Fluxo de Caixa.....	26
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	29
5.1	CONCLUSÕES	29
5.2	RECOMENDAÇÕES PARA FUTUROS ESTUDOS.....	29
	REFERÊNCIAS	30

1 INTRODUÇÃO

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Qual a evolução dos indicadores de liquidez obtidos por meio da demonstração de fluxos de caixa da empresa Fibria Celulose S.A.?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo geral do trabalho consiste em acompanhar a evolução dos indicadores de liquidez obtidos por meio da demonstração de fluxo de caixa da companhia de capital aberto Fibria Celulose S.A..

1.2.2 Objetivos específicos

- Mapear medidas de desempenho obtidas da Demonstração de Fluxos de Caixa referente à cobertura de capital, qualidade do resultado, dispêndio de capital e retorno do fluxo de caixa da empresa Fibria Celulose S.A. no período de 2008-2012; e
- Analisar o comportamento das medidas de desempenho obtidas da Demonstração de Fluxos de Caixa durante o período analisado.

1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Para avaliar o desempenho de uma empresa, devem ser analisados seus resultados e evoluções financeiras ao longo de sua história, além de seus resultados presentes. Para se fazer isso, pode-se analisar o balanço patrimonial e o Demonstrativo de Resultados do Exercício. A simples análise destes documentos, nem sempre transmite noções claras de desempenho, tanto para avaliações e decisões gerenciais, quanto, ou principalmente, para investidores, que, não necessariamente conhecem detalhadamente contabilidade e finanças.

Para expandir e facilitar o acesso a decisões de investimento, são recomendadas as análises de indicadores financeiros. Neste caso, optou-se aqui por focar nos indicadores de desempenho financeiro decorrentes da Demonstração dos Fluxos de Caixa e sugeridos por Braga e Marques (2001), os quais se baseiam principalmente no fluxo de caixa operacional.

Pretende-se assim avaliar o desempenho da empresa Fibria Celulose S.A. desde 2008, ano em que foi fortemente abalada pela crise financeira de abrangência mundial, até o ano de 2012.

1.4 ORGANIZAÇÃO DO CONTEÚDO

O presente estudo encontra-se estruturado em cinco capítulos. No primeiro, é apresentada a introdução ao estudo. A qual apresenta o problema da pesquisa, objetivos geral e específicos, seguidos pela justificativa e organização do trabalho.

O segundo capítulo aborda a fundamentação teórica, contendo conceitos relacionados ao fluxo de caixa, aspectos legais e de estruturação da DFC, resgate teórico-empírico sobre estudos desenvolvidos com base no fluxo de caixa e índices de viabilidade econômicos e financeiros. O terceiro capítulo explica os procedimentos metodológicos, contendo tipologias de pesquisa, teoria de base, hipóteses, delineamento da amostra, características das variáveis de pesquisa e técnicas estatísticas utilizadas. O quarto capítulo descreve e analisa os dados obtidos, reportando os resultados da pesquisa e discussões acerca destes. No quinto capítulo apresentam-se as conclusões, que abrangem as limitações do trabalho e principais contribuições para posteriores investigações científicas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Conceituação da Demonstração dos Fluxos de Caixa

Em todos os âmbitos do conhecimento científico humano, boas práticas e ferramentas que auxiliam na gestão de informações e dados chegam a tornarem-se globais e em um estágio ainda mais avançado, obrigatórias. Em 28 de Dezembro de 2007, a contabilidade brasileira passou a adotar moldes do padrão internacional, os IFRS (International Financial Reporting Standards), com a criação da Lei 11.638, tornando-se fundamental na administração de empresas nacionais e contribuindo para seu sucesso dentro do atual cenário de concorrência internacional.

Uma importante novidade apresentada por essa lei foi a obrigatoriedade da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), em substituição à antiga DOAR – Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos. Mesmo antes da aprovação da lei, o IBRACON (Instituto dos Auditores Independentes do Brasil), pela NPC 20, de abril de 1999, e a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) onde as empresas podem identificar os períodos de sobra e escassez de recursos.

Sobre esse aspecto, Marion (2009, p.446) diz que “por meio do planejamento financeiro o gerente saberá o montante certo em que contrairá empréstimos para cobrir a falta (insuficiência) de fundos, bem como quando aplicar no mercado financeiro o excesso de dinheiro, evitando, assim, a corrosão inflacionária e proporcionando maior rendimento à empresa”.

O conceito da DFC engloba evidenciar as variações ocorridas no disponível das empresas dentro de um determinado período de tempo. Ressalta-se que fazem parte dessa demonstração todas as contas do grupo do disponível, isto é, caixa, bancos e aplicações de liquidez imediata, como títulos do governo, por exemplo. Segundo a FIPECAFI (2010, p.565) “o objetivo primário da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) é prover informações relevantes sobre os pagamentos e

recebimentos, em dinheiro, de uma empresa, ocorridos durante um determinado período”.

Segundo Reis (2009, p.158) “a Demonstração dos Fluxos de Caixa indica a origem de todos os recursos monetários que entraram no caixa, bem como onde foram aplicados os recursos monetários que saíram do caixa em determinado período”

Os históricos do fluxo de caixa são extremamente importantes para o planejamento futuro de qualquer empresa. Eles permitem que sejam interpretados e compreendidos comportamentos frente a situações financeiras e de mercado, e, com isso, projetar cenários simulados. Desta forma, torna-se possível antecipar decisões, desenhar estratégias e determinar planos de ação para enfrentar situações previstas por estudos complementares. Os resultados da DFC também são importantes para auditar as informações contábeis na busca por erros e possíveis fraudes contábeis, conforme comentado por Lamas e Gregório (2009, p.101) e Marion (2009, p.446).

Compõe a DFC todos os recebimentos, ou entradas, e pagamentos, ou saídas, de caixa (ou disponível). Quando uma operação representar uma entrada de caixa, deverá ser somada na demonstração e, quando representar uma saída, deverá ser subtraída na demonstração.

2.2 Medidas de Desempenho Obtidas da Demonstração de Fluxos de Caixa

Uma das formas de utilização das informações mostradas na DFC diz respeito à análise de quocientes dela extraídos. Os indicadores mais importantes foram agrupados por Marques (2004, p. 116) em quatro categorias distintas, que pretendem atender aos quatro objetivos específicos da DFC, mencionados no FAS n. 95. O mesmo autor informou que devido à importância do fluxo líquido de caixa gerado pelas operações (FCO) no contexto das demais entradas e saídas, torna-se necessário excluir do mesmo as transações não usuais. De acordo com Braga e Marques (2001) os indicadores mais importantes são divididos em quatro categorias, conforme Tabela 1:

QUOCIENTES DE COBERTURA DE CAIXA	
a) Cobertura de Juros com Caixa	= FCO antes de juros e impostos/juros
b) Cobertura de Dívidas com Caixa	= (FCO – dividendo total) / exigível
c) Cobertura de Dividendos com Caixa	= FCO / dividendos totais
QUOCIENTES DE QUALIDADE DO RESULTADO	
a) Qualidade das Vendas	= Caixa das Vendas / vendas
b) Qualidade do Resultado	= FCO / Resultado Operacional
QUOCIENTES DE DISPÊNDIOS DE CAPITAL	
a) Aquisições de Capital	= (FCO - dividendo total) / caixa pago por investimento de capital
b) Investimento / Financiamento	= Fluxo de caixa liq. para investimentos / fluxo de caixa líquido de financiamentos
RETORNOS DO FLUXO DE CAIXA	
a) Fluxo de Caixa por ação	= (FCO - dividendos preferenciais) / quantidade de ações ordinárias
b) Retorno do Caixa sobre os ativos	= FCO antes juros e impostos / ativos totais
c) Retorno sobre o passivo e patrimônio líquido	= FCO / (patrimônio líquido + passivo não circulante)
d) Retorno sobre o patrimônio líquido	= FCO / patrimônio líquido * FCO – Fluxo de Caixa Operacional

Tabela 1: Indicadores de Desempenho da DFC.

Fonte: Adaptado de Braga e Marques (2001).

2.2.1 Quocientes de Cobertura de Caixa

Com o cálculo dos índices de cobertura de caixa, pode-se avaliar a liquidez do empreendimento: a) cobertura de juros com caixa = FCO antes de juros e impostos/juros; b) cobertura de dívidas com caixa = $(FCO - \text{dividendos totais})/\text{exigível}$; c) cobertura de dividendos com caixa = $FCO/\text{dividendos totais}$.

O **índice de cobertura de juros com caixa** informa o número de períodos em que a saída de caixa com juros são cobertos pelos FCO, devendo complementar o indicador tradicional (cobertura de juros), que é computado numa base de regime de competência, além de considerar a dedução de despesas não desembolsáveis, como a depreciação.

O **índice de cobertura de dívidas com caixa** mostra o número de anos que, no nível de FCO atuais retidos (não distribuído como dividendos), seriam necessários para quitar todo o exigível.

O **índice de cobertura de dividendos com caixa** evidencia a capacidade de pagar dividendos totais e juros sobre o capital próprio, com base no FCO normal. O conhecimento de eventuais mudanças na política de determinação do montante dessas exigibilidades podem levar ao ajuste da fórmula por uma taxa esperada de crescimento.

2.2.2 Quocientes de Qualidade do Resultado

Nesta categoria os índices de desempenho se referem a qualidade do resultados: a) qualidade das vendas = caixa das vendas/vendas; b) qualidade do resultado = $FCO/\text{resultado operacional}$ ou $FCO \text{ antes de juros e impostos}/\text{resultado antes de juros impostos e depreciação}$.

O **índice de qualidade de vendas** mede a proporção das receitas de vendas ganhas no exercício em relação aos recebimentos e cobranças de clientes. A utilização do método direto no cálculo do FCO torna-se importante por mostrar o valor exato dos recebimentos de clientes.

O **índice de qualidade do resultado** possui duas abordagens. A mais simples fornece quanto o lucro operacional líquido gerou em caixa operacional. A mais completa elimina alguns dos principais itens que não afetaram o disponível corrente, contidos na DRE (depreciação, variações monetárias e cambiais de longo prazo e impostos diferidos), resultando numa aproximação melhor do caixa ao resultado das operações regulares.

2.2.3 Quocientes de Dispêndios de Capital

Os indicadores de desempenho desta categoria abrangem as aquisições de capital e as relações das atividades de investimento com as atividades operacionais e de financiamento: a) aquisições de capital = $(\text{FCO} - \text{dividendos totais}) / \text{caixa pago por investimentos de capital}$; b) investimento/financiamento = $\text{fluxo de caixa líquido para investimentos} / \text{fluxo de caixa líquido de financiamentos}$ ou $\text{fluxo de caixa líquido para investimentos} / \text{fluxo de caixa líquido de operações e financiamentos}$.

O **índice de aquisições de capital** é calculado dividindo-se o FCO retido (desconsiderando dividendos pagos ou a pagar e somando-se o produto da alienação de ativos produtivos) pelas aquisições líquidas de permanente (imobilizado); sinaliza-se, assim, a habilidade do negócio em atender suas necessidades por dispêndios líquidos de capital (aquisições menos alienações). Convém atentar que este índice pode variar de maneira expressiva, pelo fato de as aquisições mais importantes quase sempre acontecerem por financiamentos obtidos junto às instituições financeiras, não resultando em impacto imediato nas saídas de caixa.

A **relação entre investimento e financiamento** compara os fluxos líquidos necessários para finalidades de investimento, com aqueles gerados por financiamento. Uma forma mais completa seria adicionar o FCO às atividades de financiamento. Tendo em vista que, na prática, os fluxos das atividades podem sofrer variações acentuadas, a utilização de valores médios, referentes a uma série de anos, tornaria este índice mais relevante.

2.2.4 Retornos do Fluxo de Caixa

Esta categoria abrange os indicadores de fluxo de caixa por ação e retorno sobre investimento: a) fluxo de caixa por ação = $(FCO - \text{dividendos preferenciais})/\text{qtd. ações ordinárias}$; b) retorno de caixa sobre os ativos = $FCO \text{ antes de juros e impostos} / \text{ativos totais}$; c) retorno sobre passivo ELP e PL = $FCO \text{ antes de juros e impostos} / (PL + ELP)$; d) retorno sobre o patrimônio líquido (PL) = FCO/PL .

O **fluxo de caixa por ação** é calculado dividindo-se o caixa disponível aos acionistas ordinários pelo número médio ponderado de ações ordinárias em circulação. Importante aqui destacar que este índice, juntamente com o de cobertura de dividendos com caixa, possibilita aos investidores determinar o quociente payout de caixa.

O retorno do caixa sobre ativos totais equivale ao retorno sobre o investimento total, relação-chave de lucratividade, fundamentada no regime de competência. A comparação deste índice com a taxa real de juros representa um dos critérios para a avaliação de desempenho.

O **retorno de caixa sobre passivo ELP e PL** é baseado nos investimentos permanentes realizados por credores e acionistas, sinalizando o potencial de recuperação de caixa do negócio para esses investidores.

Finalizando, o **retorno de caixa sobre o patrimônio líquido** mede a taxa de recuperação de caixa dos investimentos realizados pelos acionistas; por isso, o FCO não deve eliminar os juros e encargos pagos.

Em suma, os conjuntos de quocientes expostos auxiliam os stakeholders no acompanhamento da situação financeira das empresas, bem como na avaliação de tendências. Estes indicadores, em regime de caixa, sofrem as mesmas limitações os tradicionais, em regime de competência. A fim de minimizar as distorções, deve-se evitar sua utilização de forma isolada ou para um período curto de tempo.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O seguinte trabalho visa analisar o comportamento de indicadores de viabilidade financeira obtidos por meio da demonstração de fluxos de caixa em uma companhia brasileira de capital aberto no período de 2008 à 2012.

3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA

Esta monografia é classificada como descritiva, pois ela procurará evidenciar através dos documentos publicados por uma empresa os índices financeiros calculados por meio dos dados extraídos principalmente da Demonstração do Fluxo de Caixa.

Além de ser descritiva a pesquisa também pode ser classificada como quantitativa uma vez que desta se colhe dados quantificáveis e os interpreta particularmente sobre a população que esta sendo verificada.

Nos estudos organizacionais, a pesquisa quantitativa permite a mensuração de opiniões, reações, hábitos e atitudes em um universo, por meio de uma amostra que o represente estatisticamente. Suas características principais são (DENZIN; LINCOLN, 2005;): obedece a um plano pré-estabelecido, com o intuito de enumerar ou medir eventos; utiliza a teoria para desenvolver as hipóteses e as variáveis da pesquisa; examina as relações entre as variáveis por métodos experimentais ou semi-experimentais, controlados com rigor; emprega, geralmente, para a análise dos dados, instrumental estatístico; confirma as hipóteses da pesquisa ou descobertas por dedução, ou seja, realiza previsões específicas de princípios, observações ou experiências; utiliza dados que representam uma população específica (amostra), a partir da qual os resultados são generalizados, e usa, como instrumento para coleta de dados, questionários estruturados, elaborados com questões fechadas, testes e checklists, aplicados a partir de entrevistas individuais, apoiadas por um questionário convencional (impresso) ou eletrônico.

E segundo a classificação de Cooper e Schindler (2003), esta monografia consiste em uma pesquisa de planejamento *ex post facto*, onde a investigação é sistemática e empírica. O pesquisador não tem controle direto sobre as variáveis independentes já que suas manifestações já ocorreram e são intrinsecamente não manipuláveis. O escopo é estatístico, pois tenta captar as características de uma população ao estudar uma determinada amostra.

3.2 TÉCNICAS DE COLETAS DE DADOS E EVIDÊNCIAS

Desenvolveu-se o estudo com base nas demonstrações contábeis anuais da empresa Fibria Celulose S.A. listada na BM&FBOVESPA, no período temporal estipulado (2008-2012). Os dados foram coletados no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A definição deste intervalo temporal considerou abranger as principais fases do desequilíbrio financeiro internacional. Fato que abalou intensamente as empresas Aracruz Celulose e Votorantim Celulose e Papel culminando na fusão formadora da Fibria Celulose.

Após a coleta dos dados e evidências relatados, serão aplicadas as quatro categorias de índices apresentados no Braga (2001) no referencial teórico.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

4.1 CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA ESTUDA

A Fibria é uma empresa brasileira com forte presença no mercado global de produtos florestais. Investe no cultivo de florestas como fonte renovável e sustentável de vida, para produzir riqueza e crescimento econômico, promover desenvolvimento humano e social e garantir conservação ambiental.

Líder mundial na produção de celulose de eucalipto, a Fibria possui capacidade produtiva de 5,25 milhões de toneladas anuais de celulose, com fábricas localizadas em Três Lagoas (MS), Aracruz (ES), Jacareí (SP) e Eunápolis (BA), onde mantém a Veracel em joint venture com a Stora Enso. Em sociedade com a Cenibra, opera o único porto brasileiro especializado em embarque de celulose, Portocel (Aracruz, ES).

Com uma operação integralmente baseada em plantios florestais renováveis localizados nos Estados do Rio Grande do Sul, São Paulo, Minas Gerais, Rio de Janeiro, Espírito Santo, Mato Grosso do Sul e Bahia, a Fibria trabalha com uma base florestal total de 958 mil hectares, dos quais 336 mil são destinados à conservação ambiental.

Em outubro de 2012, a companhia firmou aliança estratégia com a norte-americana Ensyn para investir no segmento de combustíveis renováveis a partir de madeira e biomassa.

O ano de 2012 foi marcado por um notável resultado operacional, destacando-se os volumes recordes de produção e vendas, estabilidade do custo caixa, geração de fluxo de caixa livre e redução da dívida líquida para o menor patamar desde a criação da Companhia. Os fundamentos de mercado mantiveram-se consistentes, com a maior demanda de celulose dos mercados emergentes sendo o principal vetor de crescimento, principalmente com as novas máquinas de papéis sanitários na China, o que permitiu que o nível de estoque ficasse equilibrado. Estes fatores contribuíram para a recuperação do preço da celulose de fibra curta, que iniciou o

ano em US\$ 652/t e encerrou 2012 em US\$ 776/t (índice PIX/FOEX BHKP Europa), representando um aumento de 19%. A valorização do dólar médio em 17% no ano de 2012 também contribuiu para alavancar uma maior geração de caixa, devido à natureza predominantemente exportadora da Fibria.

Em 2012, com o estabelecimento de aliança estratégica com a Ensyn Corporation (Ensyn), a Fibria avançou na missão de alavancar sua expertise florestal para desenvolver alternativas de alto valor agregado que possam complementar sua liderança global e excelência em produção de celulose. A Ensyn é uma empresa americana, detentora de tecnologia usada para a produção de combustível líquido renovável. A atuação em bionegócios é uma atividade complementar à produção de celulose, e faz parte da estratégia da Fibria de aproveitar ao máximo o conhecimento e experiência em desenvolver, implantar e gerir florestas de alto desempenho. Em sua principal atividade, a Fibria está preparada para, no momento oportuno, expandir sua capacidade de produção com o projeto de ampliação de unidade produtiva localizada em Três Lagoas, Mato Grosso do Sul.

Também neste período, a Fibria concluiu a venda de áreas florestais no sul da Bahia e no Rio Grande do Sul (Projeto Losango), consolidando um ciclo de desinvestimentos que contribuiu para o aprimoramento de sua estrutura de capital.

Em 2012, os investimentos de capital da Fibria totalizaram R\$ 1,1 bilhão. Para 2013, a Administração da Companhia planeja investir R\$ 1,2 bilhão. O aumento de 15% na comparação entre 2013 e 2012 se deve ao impacto da inflação, câmbio e ao efeito não recorrente de maior renovação florestal na Unidade Aracr.

A partir do dia 18 de novembro de 2009 passaram a ser negociadas as ações ordinárias de emissão de Fibria sob o código FIBR3 na Bovespa e FBR na NYSE, em substituição às ações da VCP e já incorporando as ações de emissão da Aracruz, que foram negociadas pela última vez em 17 de novembro de 2009.

A incorporação ocorreu utilizando a relação de troca única de 0,1347 ações da Fibria para cada ação da Aracruz, conforme aprovado por Assembléias Gerais

Extraordinárias de acionistas das duas empresas, realizadas em 26/08/09. Em AGE realizada em 22 de dezembro de 2009 foi aprovada a incorporação da Aracruz por Fibria, a última etapa necessária para finalizar a reorganização societária. Na mesma data foram eleitos dois membros independentes para compor o Conselho de Administração da Fibria, preparando a Companhia para sua adesão voluntária ao Novo Mercado, nível mais alto de governança corporativa da Bovespa.

Todas as adequações necessárias para a adesão da empresa ao Novo Mercado da Bovespa já foram realizadas, com membros independentes compondo o Conselho de Administração e o Estatuto Social já adequado às regras deste segmento de listagem.

4.2 APLICAÇÃO DOS ÍNDICES

A empresa Fibria foi criada, em setembro de 2009, fruto da união de Votorantim Celulose e Papel (VCP) e Aracruz, ambas severamente atingidas pela crise financeira global de 2008. A Aracruz perdeu mais de R\$ 4 bilhões em operações com derivativos - a empresa fez operações financeiras apostando que o real continuaria valorizado em relação ao dólar.

O contrário aconteceu. Com a turbulência econômica, o real se enfraqueceu frente ao dólar: a moeda americana, que valia cerca de R\$ 1,60 em agosto de 2008, subiu para mais de R\$ 2,40 em março do ano seguinte. Com isso, a dívida da companhia foi às alturas por causa dessas operações financeiras.

Na época da fusão com a VCP, a dívida da Fibria era superior a oito vezes o Ebitda (lucro antes de juros, impostos e amortizações). Graças à renegociação de débitos e ao aumento do preço da celulose, que quase dobrou no ano seguinte, a relação caiu para 5,6 no primeiro trimestre de 2010, quando a empresa exibia endividamento de R\$ 13,5 bilhões. Desde então a Fibria vem lutando para diminuir

sua dívida e manter-se competitiva dentro do cenário global do fornecimento de papel e celulose.

Com a aplicação dos índices apresentados por Braga e Marques (2001) espera-se visualizar esta recuperação financeira da empresa. Para o ano de 2008, foram utilizados dados extraídos de Demonstrações Financeiras da VCP.

4.2.1 Análise de Cobertura de Caixa

Através da análise dos índices de cobertura de juros com caixa, visualiza-se o grande declínio no ano de 2009, subsequente a forte crise financeira mundial, em 2010 inicia-se a recuperação, mantendo-se estável até 2012.

A cobertura de dívidas com caixa apresentou relativa recuperação em 2010, no entanto voltou a índices inferiores, próximos aos apresentados em 2008 nos períodos de 2011 e 2012.

A cobertura de dividendos com caixa apresentou-se nula nos períodos de 2009, 2010 e 2012, já que não houve pagamento de dividendos nestes anos, no ano de 2011 o índice apresentou valor consideravelmente superior ao de 2008.

Gráfico 1: Cobertura de juros com caixa

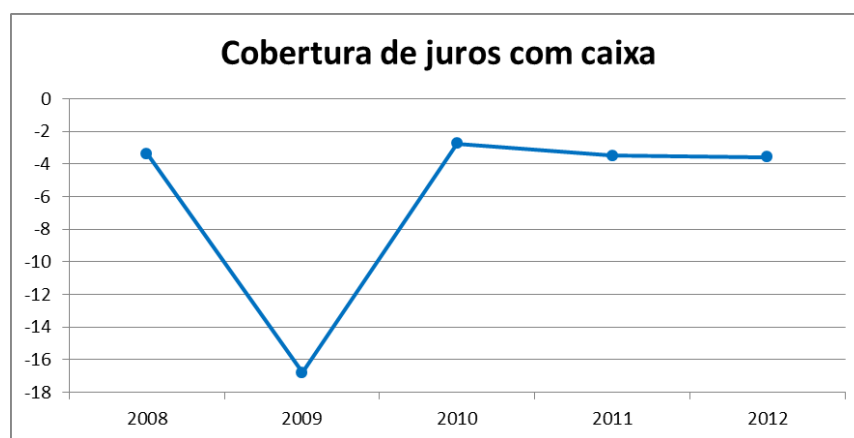


Gráfico 2: Cobertura de dívidas com caixa

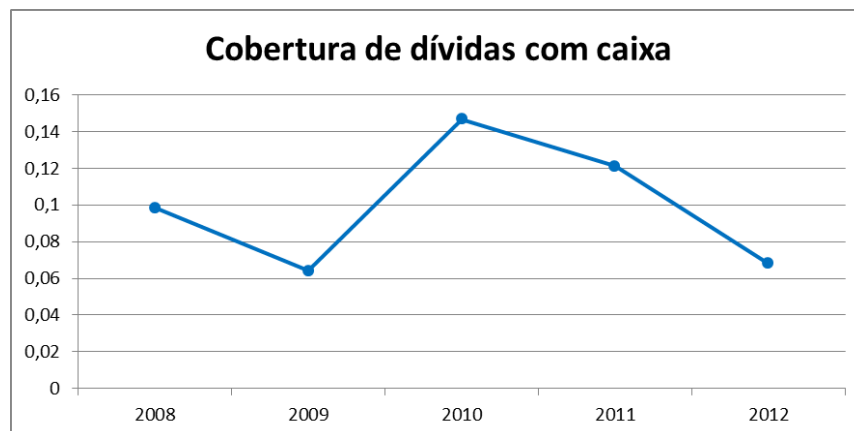
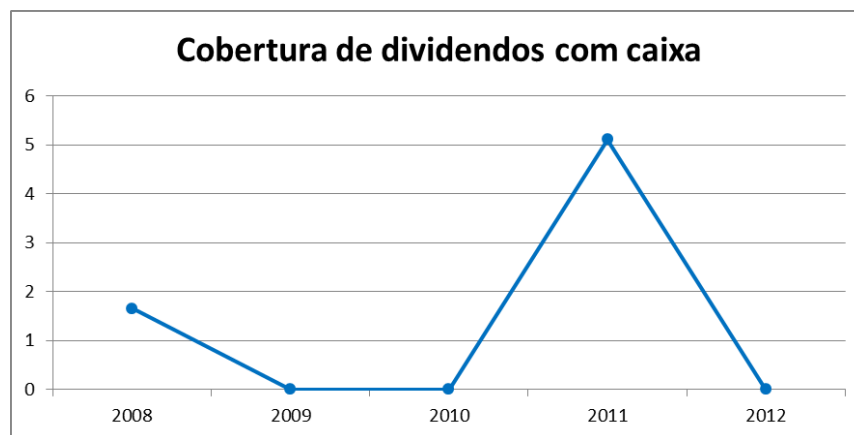


Gráfico 3: Cobertura de dividendos com caixa



4.2.2 Análise de Qualidade de Resultado

Os índices de qualidade do resultado são segundo Braga (2001) uma forma simplificada de se identificar a rentabilidade de uma empresa. No caso da empresa estudada, apresenta-se variação percentual elevada, com queda acentuada entre os anos 2008 e 2009 na qualidade das vendas, apesar disso houve elevação, no mesmo período, na qualidade do resultado. Entre 2011 e 2012, ambos os indicadores de Qualidade de Resultado passam a apresentar uma maior estabilidade com baixa variação e movimentos conjuntos de elevação.

Gráfico 4: Qualidade das vendas

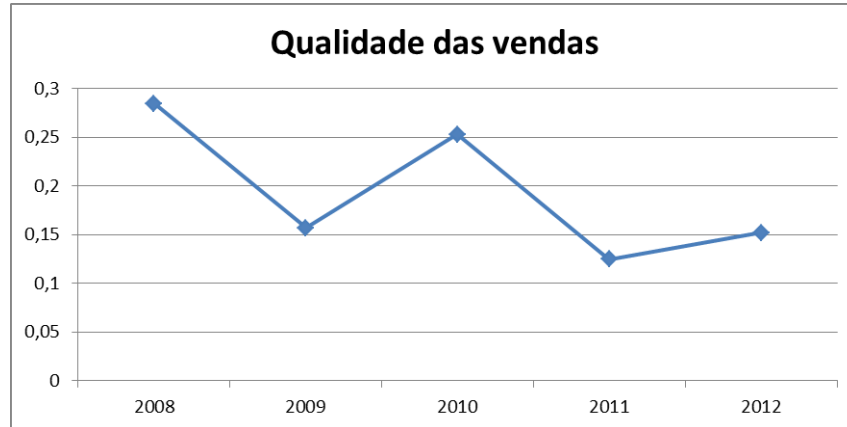


Gráfico 5: Qualidade do resultado



4.2.3 Análise de Dispendios de Capital

Os indicadores da categoria de Análise de Dispendios de Capital permitem avaliar principalmente os investimentos realizados pelas empresas para ampliação, aquisição ou modernização de estruturas fabris

Com o índice de Aquisição de Capital observa-se a relação do fluxo de caixa operacional gasto em investimentos no período, apresentado no Gráfico 6. Dentro do intervalo de tempo estudado, o ano de 2011, foi o ano em que a Fibria aplicou a maior parte do caixa gerado por suas operações para aquisição de investimentos, mantendo próximo o índice ainda em 2012. Nos anos anteriores, a empresa vinha mantendo este indicador abaixo de um por cento.

A Fibria aumentou consideravelmente o seu índice de investimento/financiamento, Gráfico 7, no ano de 2010, indicando que neste ano ela elevou o nível de financiamentos para os seus investimentos. Isto indica que a empresa fez uso de caixa proveniente de financiamentos para realizar os seus investimentos.

Gráfico 6: Aquisições de capital

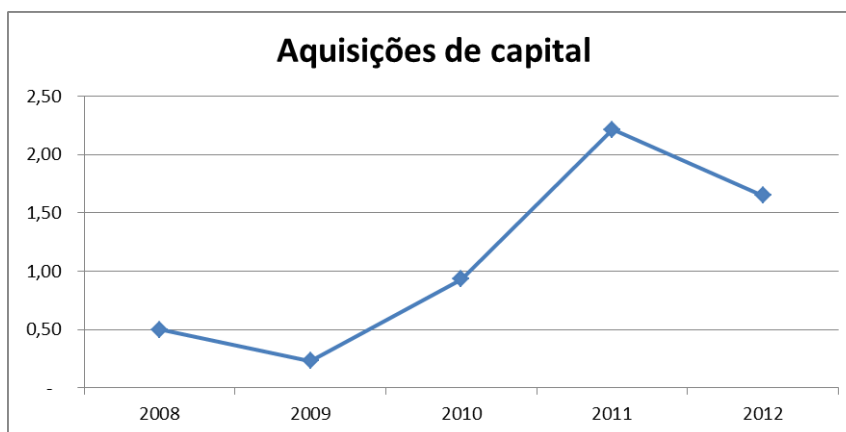
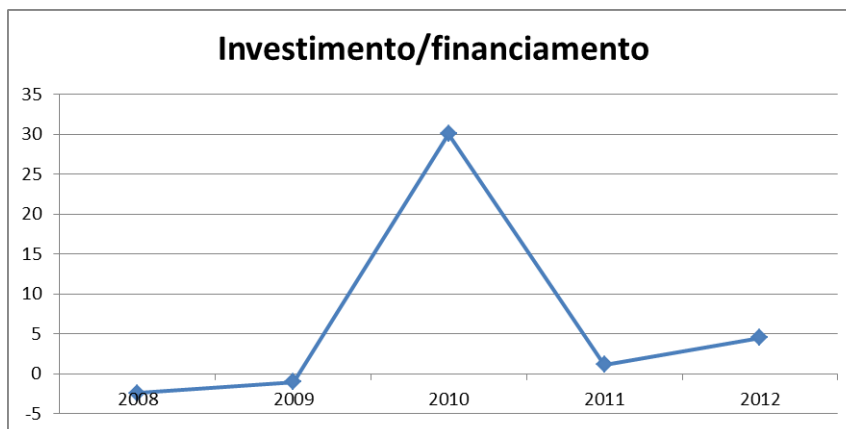


Gráfico 7: Investimento / financiamento



4.2.4 Análise de Retornos de Fluxo de Caixa

Os índices do grupo Análise de Retornos de Fluxo de Caixa auxiliam o investidor a mensurar o retorno gerado pelas operações da empresa no período. O Fluxo de Caixa por Ação, apresentado no Gráfico 8 (sem a informação de 2008 devido a fusão ocorrida na empresa), mostra que ocorreu grande crescimento, acima de 100%, no fluxo de caixa, quando medido por ações.

O Retorno de Caixa Sobre os Ativos, Gráfico 9, vem em uma positiva tendência após a queda entre os anos de 2008 e 2009, mostrando leve declínio em 2011. No Gráfico 10, apresenta-se o Retorno Sobre Passivo ELP e PL, que demonstra o valor do Fluxo de Caixa Operacional que cobre o valor do exigível. Observa uma forte queda do índice de 2009 até 2011, possivelmente pela captação de recursos e financiamentos de longo prazo, com leve elevação no último período avaliado, 2012.

O último indicador deste grupo, Retorno sobre o patrimônio líquido (PL), aqui representado no Gráfico 11, desenha um comportamento oscilatório no recorte temporal estudado. Com este índice pode-se observar se o fluxos gerados pelas operações de caixa cobrem os investimentos realizados por seus acionistas. No caso da Fibria, apesar das variações ocorridas entre o período inicial, e de todas as turbulências geradas pela instabilidade financeira global, adicionadas pelas incertezas ocasionadas pela complexa fusão criadora do grupo maior produtor mundial de celulose de fibra curta, o indicador encontra-se em 2012, já muito próximo daquele apresentado inicialmente em 2008.

Gráfico 8: Fluxo de caixa por ação

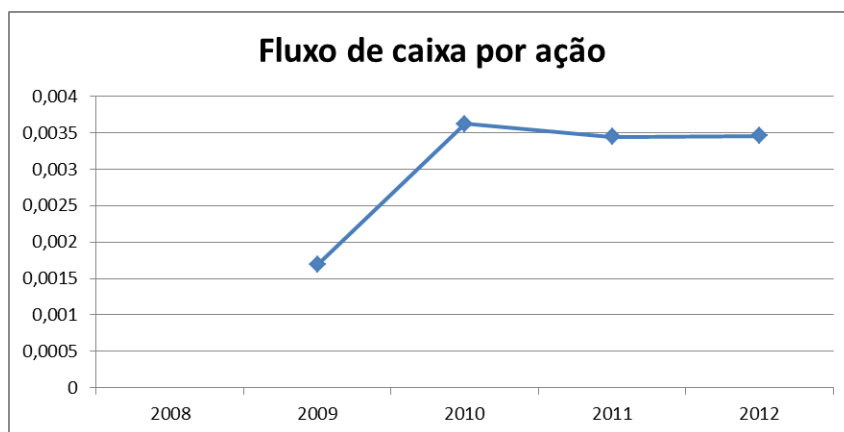


Gráfico 9: Retorno de caixa sobre os ativos

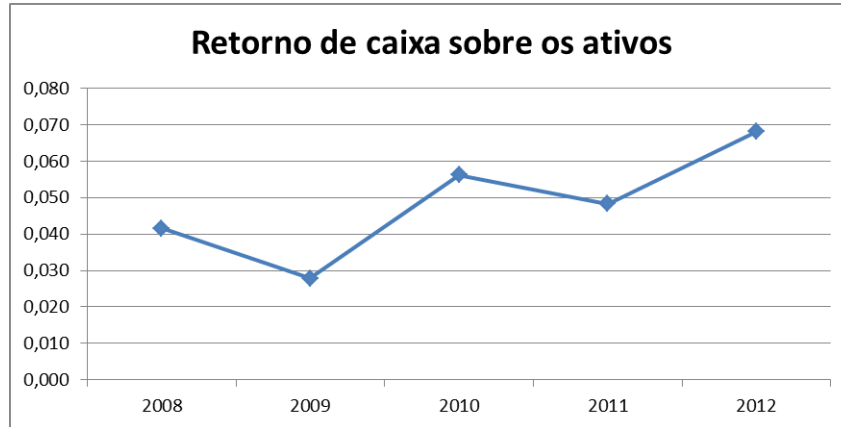


Gráfico 10: Retorno sobre o passivo ELP e PL

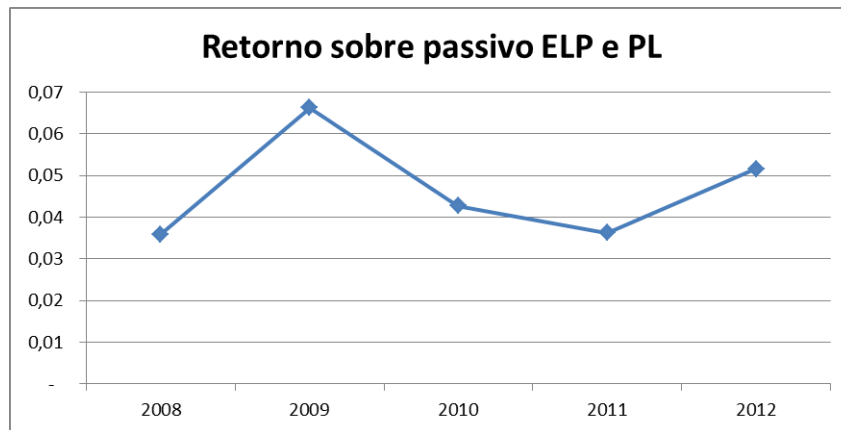
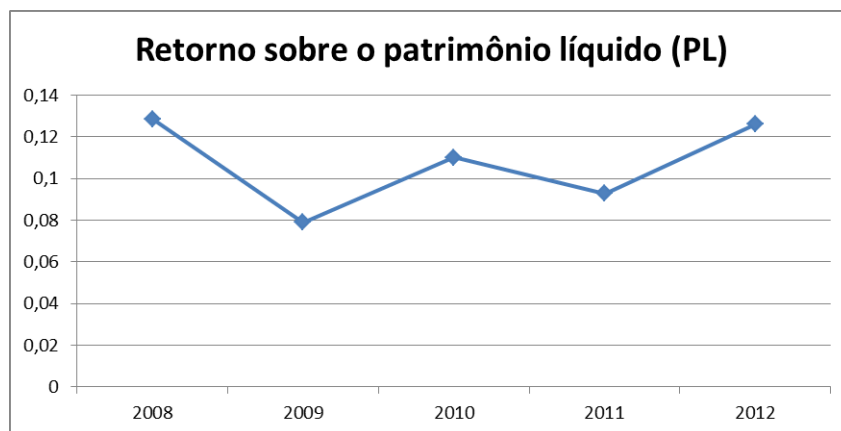


Gráfico 11: Retorno sobre o patrimônio líquido (PL)



5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

5.1 CONCLUSÕES

Através dos dados financeiros extraídos das demonstrações de fluxos de caixa, pretendia-se elaborar os indicadores mais importantes agrupados por Marques (2004, p. 116) em quatro categorias distintas, que pretendem atender aos quatro objetivos específicos da DFC, mencionados no FAS n. 95, especificamente no estudo da empresa Fibria Celulose S.A.. Com isso, pretendia-se responder à questão: Qual a evolução dos indicadores de liquidez obtidos por meio da demonstração de fluxos de caixa da empresa Fibria Celulose S.A.?

Alguma dificuldade foi encontrada em agrupar os dados dos anos de 2008 e 2009, período em que houve a fusão entre duas grandes empresas do setor de papel e celulose criando a companhia estudada. Neste período, existem ainda documentos das empresas formadoras publicados e em alguns pontos, as informações são imprecisas.

Por fim, ao longo do período avaliado, foi possível verificar o comportamento evolutório de indicadores, representando a recuperação da saúde financeira do grupo, possivelmente impulsionado pela elevada demanda mundial pelo produto, além das grandes oportunidades de reduções nos custos de produção proporcionadas pelas sinergias e elevada capacidade produtiva disponíveis após a fusão.

5.2 RECOMENDAÇÕES PARA FUTUROS ESTUDOS

Esta monografia estudou a evolução dos indicadores de medidas de desempenho da empresa avulsa. Para compreender de forma mais ampla o desenvolvimento após a crise financeira, recomenda-se comparar o comportamento de seus índices com outras empresas do setor, com dimensões, porte e atuação similar. Pode-se sugerir: Suzano Papel e Celulose, Klabin S.A., ambos grupos nacionais com forte atuação na exportação de celulose de fibra curta.

REFERÊNCIAS

BRAGA, Roberto, MARQUES José Augusto - Avaliação da Liquidez das Empresas através da Análise da Demonstração do Fluxo de Caixa – Revista Contabilidade e Finanças FIPECAFI – FEA – USP:, São Paulo, FIPECAFI, v. 14 n 25 , p 6 a 23 ,Janeiro/Abr 2001.

DENZIN, N. K. & LINCOLN, Y. S. - *Handbook of Qualitative Research*. - Sage, 2005

COOPER, D.R. & SCHINDLER, P.S. - *Métodos de Pesquisa em Administração* - Editora: Bookman, 2003

FAS N.95 - Statement of Financial Accounting Standards No. 95 – Disponível em: <http://www.xavierpaper.com/documents/usgaap/n.Fas95.pdf>
Acesso em: 31 de maio de 2013

FIPECAFI - *Avaliação de Empresas 1ª Ed.*– Editora: Atlas, 2001

Lamas, F. R. e Gregório, A. - *DFC e contabilidade criativa* - Universo Contábil, 2009

Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007 - Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm
Acesso em: 31 de maio de 2013

Marion, Jose Carlos - *Contabilidade Empresarial - 15ª Ed.* - Editora: Atlas, 2009

MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Análise financeira das empresas: liquidez, retorno e criação de valor. Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 2004.

Martins, Eliseu; Diniz, Josedilton Alves; Miranda, Gilberto José - *Manual de Contabilidade Societária: Aplicável a Todas as Sociedades de Acordo Com as Normas Internacionais e Do Cpc – 2010 1ª Ed.* – Editora Atlas, 2010

NPC 20 - Pronunciamento do Instituto dos Auditores Independentes do Brasil - IBRACON nº 20 de 30/04/1999. Disponível em:

<http://www.portaldecontabilidade.com.br/ibracon/npc20.htm>

Acesso em: 31 de maio de 2013

Reis, Arnaldo - *Demonstrações Contábeis - Estrutura e Análise - 3ª Ed.* – Editora Saraiva, 2009